

公募冷对 中小企业私募债

卢 杨

随着去年6月份证监会发布《关于证券投资基金投资中小企业私募债券有关问题的通知》，公募基金的投资范围进一步扩大至私募债券领域。新规开始的几个月内，基金公司真正投资于中小企业私募债的并不多，相对于公募基金的谨慎而言，基金专户则是积极备战。

直到去年11月初，鹏华中小企业纯债基金才完成公募基金投资中小企业私募债的第一单。截至2013年6月底，共有9只公募基金(只计算A)分别公告购入31只中小企业私募债，涉及资金金额达到4.54亿元。从发行时的票面利率看，平均为8.9%。公募基金所投私募债的发行方多集中在像12如顾庄、12盛水债、13泰医药此类环保、新能源、医药领域。这与国家和地方政府目前重点扶持和发展的行业相契合，在一定程度上也降低了违约风险发生的概率。

由于私募债本身的发行规模较小，公募基金的配置基本是在单券合规比例的上限——10%。鹏华中小企业纯债基金先后共投资了7只中小企业私募债，合计1.27亿元，约占基金总规模的10%。今年上半年，该基金的收益为5.17%，在21只有可比数据的封闭式债基中排名第7。

富国是参与中小私募债最多的公司，旗下的富国纯债AB、富国强回报A和富国强收益A共涉及10只私募债产品，其中富国纯债AB就占7只，金额达1.15亿元。另外，新华纯债添利A的参与频率也较高，所投私募债的平均票面利率高达9.39%。

就目前的情况看，仅有7家基金公司旗下的公募产品(专户除外)涉及中小企业私募债的投资，占所有基金公司的十分之一都不到。有这样几个原因导致私募债的整体推广遇冷。首先，经济增速相比前几年明显有所放缓，中小企业面临的局面更加困难。其次，信用风险进一步加大，而私募债风险溢价不足，收益率偏低在一定程度上阻碍了投资者的积极性。信用评级和信息披露的不完善也是制约私募债发展的原因之一。

目前除了券商和少数几家基金公司外，其他投资机构几乎没有涉足，这导致私募债市场流动性不足。不同于国债、信用债、可转债等可以作为质押回购的标的物，私募债目前尚未被沪深交易所认可为质押物。对于一些需要通过放大杠杆提高收益的债券型基金来说，操作上不够灵活。不过，随着利率市场化进程的推进，以及债券市场的扩容趋势，未来中小企业私募债的规模有望得到进一步推升。

基金配置的 哑铃模式

德圣基金研究中心

对于2013年三季度A股市场，多数基金表示实体经济在去产能的背景下，经济增长仍难有出色表现，经济仍将持续弱复苏态势，市场短期仍然面临一定结构转型压力。

“低估值+转型升级”成基金重要配置选择。2012年二季度中期至今，蓝筹板块持续调整，中小盘成长型风格指数补跌。但正是2013年二季度市场的普跌，尤其是蓝筹估值下行的再加速，使得市场开始对后期配置策略上有明显方向性调整。行业上由二季度基金集体抱团转型升级，逐步转向三季度权重蓝筹板块和产业转型升级行业两方面并驾齐驱的配置格局。

以银行、地产为代表的大盘蓝筹股已具备估值优势，虽然市场系统风险仍存，但该类行业的分红收益率、安全性对资金已有巨大的吸引力。基金二季报显示，低估值蓝筹集中的银行、地产开始重新纳入基金视野，甚至部分基金已经出现均衡移仓倾向。当然，因经济弱势运行仍是主基调，市场难有系统性机会，未来基金风险仍是较为重要的主题，稳定增长行业作为经济转型大背景下的受益点，在基金配置中必将成为中长期不变，部分信息技术、通信传媒、医药行业仍是基金后期攫取高收益的侧重点。

基金在个股持有上也将由成长股集中抱团的持有方式转向价值股和成长股并重的哑铃式配置模式。因此，三季度基金将从两个方向选择股票：基本面好、估值低的蓝筹股以及估值合理且成长性较强的优质成长股。

低估值行业资产选择方面，挖掘具有估值修复潜力的个股是投资的主要方向。选股上，调整较为充分、估值折价相对较大、经济景气度上升的行业个股三季度将逐步受到基金青睐。成长股选择上，优选商业模式好、核心竞争力强的投资对象，同时，业绩增长主线明确以及增长确定性强的个股，因其可能更具穿越经济周期的能力，仍是后期基金成长股的选择标准。

此外，多家基金公司开始更加关注成长股的估值问题，目前市场较多中小市值股票业绩增长存在一定的泡沫，尤其是业绩无支撑的中小盘股回调风险较大，这增加了基金对成长股后期的选择风险。多家基金表示，为应对风险，未来会更多地根据上市公司财报情况，动态调整持仓组合，精选成长股以求去伪存真。

共同(公募)基金一般只能采用做多股票的策略，可注重分析其风格；对冲基金可使用的策略更多，宜关注其主要运用的策略。共同基金追求相对收益，一般用夏普比率考察风险控制；对冲基金追求绝对正收益，更看重对下行风险的控制。共同基金是“铁打的营盘流水的兵”，对冲基金难免“人一走，茶就凉”。



透视对冲基金

好买基金 白 岩

★对冲看策略

共同(公募)基金受制于法规，一般只能采用做多股票的策略，追求超越指数表现的相对收益，讨论共同基金盈利方式时，我们更注重分析其风格；对冲基金受到的法规限制要比共同基金少得多，可使用的策略也更多，无论市场状况如何都追求绝对正收益，所以讨论对冲基金的盈利方式时，我们更关注其主要运用的策略。

共同基金的风格分析有多种方法，其中最为著名的是晨星投资风格箱，即用基金所投资股票的规模和风格，来对基金进行划分。此外，共同基金还有很多其他的风格分类方法。按基金主动操作与否，可分为主动型和被动型；按基金选股方式，可分为基本面分析型和技术分析型……这些风格分析方法并不对立，在实际使用中，上述方法相互结合运用可以对共同基金有更深入的了解。

对于对冲基金来说，除传统的做多股票外，其常用的策略有股票做空、多空仓、市场中性、事件驱动、管理期货、全球宏观、固定收益套利、多重策略等几种。不同策略间的收益、波动也各有差异。在我国，受限于法规约束和金融工具种类，除传统股票做多外，主要被使用的策略有市场中性、套利策略、全球宏观、管理期货等几种。

比如，市场中性策略是指通过多种方法精选股票，构建多头头寸，再利用等市值做空股指期货的方法，对冲其市场风险，获得与市场相关性很低的超额收益，净值波动一般较小。运用市场中性策略的对冲基金较为适合稳健的投资者。目前使用这种策略的对冲基金有朱雀阿尔法1号、尊嘉ALPHA等。全球宏观策略是指对冲基金投资于全球多个市场，根据不同国家、地区状况构建多空头寸，以分散风险，获取收益的策略。运用全球宏观策略的对冲基金可选择的投资

范围和标的更广泛，分享全球不同地区收益的同时也承担了相应风险，属于高风险、高收益的对冲基金，适合风险承受能力较强的投资者。目前使用这种策略的对冲基金主要有梵晨宏观策略基金、泓泓重域等。

对冲基金与共同(公募)基金相对，广义上囊括了非共同基金的各种集合理财方式。相对于共同基金，对冲基金有何不同？

★更关注下行风险

共同基金和对冲基金盈利方式不同，风险控制亦相应有所差别。

共同基金一般用夏普比率考察基金的风险控制情况。夏普比率反映了基金投资者承担每单位风险，所能获得的收益，避免了单纯使用波动率指标可能引起的误判。

不同于共同基金追求相对收益，对冲基金追求绝对正收益，也更看重对下行风险的控制，故而对冲基金更愿意用索尼诺比率来判断风险控制情况。

虽然索尼诺比率较之夏普比率，仅仅将分母替换为了下行波动率，但其要求更加严苛。除上述两个比率外，净值最大回撤幅度等都是两种基金常用的风险评价指标。

在应对风险上，共同基金由于盈利手段基本限于股票做多，故风险控制一般是通过仓位规模和结构的调整来实现的。在市场下行时，共同基金通过降低

所持股票与指数的相关性以控制风险。对冲基金控制风险方面相对更为灵活。市场中性、套利策略、管理期货等，无论市场涨跌均可获利，故主要下行风险已变为管理者判断、操作的风险。宏观对冲策略可以在一国市场下行时，转投他国市场避免风险，还可通过做空、外汇套利等手段从一国经济趋势变动中获益，基本不受一国市场涨跌的限制。即便是运用传统股票做多策略的对冲基金，由于无共同基金的法定最低仓位限制，可在确认市场下跌趋势后，迅速空仓止损或避险，灵活性和操作的空间比共同基金更大。

★难免“人走茶凉”

一般共同基金都由基金公司发起，规模较大，有完整的公司制度，部门种类设置齐全。在投资中往往集体作战，依靠研究、投资和其他部门的协作，共同完成投资任务。这样的优点是，团队每人对所关注的领域有较深的研究；整体协作令相互之间有较好的信息支持，有利于作出正确的决策；完善的制度有利于控制决策风险。缺点是投资决策的链条变长，不利于对行情的即时把握；在意见出现分歧时，不易迅速作出判断。

而对冲基金一般由私人发起，规模也较小，结构相对简单，有时一人需同时

承担数个岗位的职责。由于人数较少，在投资中往往单兵作战，更依赖个人能力、判断、胆识。

这样的优点是，团队每人对市场整体都有较好的理解；决策链条短，易于作出投资决策，把握转瞬即逝的机会；决策时不易发生分歧，执行力好。

缺点是个人判断较之集体研究，出现偏差的可能性更大；制度约束较少的情况下，风险控制易被忽略。

因此，相对于共同基金，对冲基金更依赖于其发起人，共同基金是“铁打的营盘流水的兵”，而对冲基金难免“人一走，茶就凉”。

8月 QDII 主配美股指数基金

国金证券 张 宇 张剑辉

美联储希望“平滑”管理货币政策预期，我们认为，其目的是为了让美国企业和家庭形成货币政策平滑变化的预期，从而有利于美国经济和金融的稳定；货币政策本身的平滑与这类预期的平滑管理是当代货币政策的原则之一。

目前，市场也看到了平滑指引的效果，美国债和按揭贷款利率也都有所回落。在8月21日的美央行议息会议上，美联储大概率会提出从9月开始减少QE额度，到2014年中期使QE为0。8月21日前后可能成为一个对全球金融市场有影响的重要时间点。

令美国央行退出QE更有底气的是，当前美国企业的资产负债表质量是全球最高的。类似于苹果这样有大把现金、基本无负债的企业在世界利率上升过程中，反而会因为世界利率上升，导致利率收入上升。所以，在起跑线做好准备的

美国企业在美联储一轮QE退出的冲击下，与其他国家企业相比处于更有利的竞争位置。

与此同时，新兴市场发展变缓，在美国经济复苏强劲之下，发展中国家货币兑美元出现快速贬值。截至2013年7月19日，除人民币兑美元汇率升值1.76%之外，金砖国家均出现贬值。

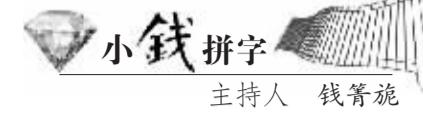
7月份最近一期(6月26日至7月24日)QDII—权益类基金的业绩算术平均值为5.6%。其中资源类、贵金属、大中华区域和奢侈消费品行业基金中均有表现较好的品种，而部分综合类大宗商品基金和农业指数基金等表现滞后。

前瞻8月份，从就业数据和宏观经济指标看，美国经济复苏态势明确。同时，新兴市场的增长面临瓶颈。而在美元流动性收紧的预期下，美国国债利率作为“世界利率”的基准开始走高的趋势，将

不可避免地对各国金融市场产生冲击；这种冲击的差异性，将主要由各国的竞争能力和经济结构所决定。其中，高资产质量企业，在应对利率导致的成本上升和需求增长放缓两方面的冲击时，将处于相对有利的地位。相比而言，美国企业的资产负债表表现具有优势。

尽管美联储可能提前退出QE的言论引发了全球市场担心，但是，从另外一面，美联储近期反复强调将掌握退出节奏，要考虑市场的接受过程，因此预期这种货币政策的调整将是一个长时间、平缓的管理。

总的来看，未来短期内美国股市仍将可能是表现相对平稳的市场。推荐的QDII组合中，美股基金以指数型为主，如长信标普100、大成标普500、国泰纳指100、易方达标普消费品；新兴市场基金为业绩一直以来表现稳健的广发亚太基金。



【游戏规则】

阿拉伯数字为横向填字；汉字为纵向填字；每格填一个字，灰色区域不用填字；格中含有两个数字的表示该格中的文字在横纵两题答案中均含有。

	一	二	1		三
2					四
五			3		
4			六	七	5
6					
	八		九	7	+
8					
9					10

【横向】

1、交易所股票交易量的基点数，超过这一点就会实现盈利，反之则亏损。

2、指在通货膨胀的前提下，某些具有保值增值潜在价值的股票。

3、指主要购买蓝筹股的基金。

4、指投资者不积极买卖，多采取观望态度，使当天股价的变动幅度很小的情况。

5、指某种被停牌的证券恢复交易。

6、指股份公司或有限责任公司中持有股份的人，有权出席股东大会并有表决权，也指其他合资经营的工商企业的投资者。

7、指公民个人以自己的合法财产投资于股份制企业的股份。

8、指企业流动资产和流动负债的比率，是衡量企业财务安全状况和短期偿债能力的重要指标。

9、指受托人接受委托人的委托，将信托资金按照双方的约定，投资于房地产或房地产抵押贷款的信托。

10、现有的股民全部被套，没有新股民入场，当被套的股民开始只知道割肉卖股票，而不肯买股票时，就会造成恶性循环，持续下跌，最终造成股市关门的现象。

【纵向】

1、指按照损益类会计科目开设的，用以具体核算和监督企业生产经营过程中的收益和费用、损失，以便计算确定损益的账户。

2、从事股票的买卖活动。

3、当汇率变化时，点数波动的差值。

4、投资人权益的代表，是基金资产的名义持有人或管理机构。

5、通常指发行在外的流通股份数额较小的上市公司的股票。

6、指正股市价与购入一股正股所需权证的市价之比。

7、计算利息的一种方法，按照这种方法，每经过一个计息期，要将所生利息加入本金再计利息，逐期滚算，俗称“利滚利”。

8、可以迅速转换成为现金或已属于现金形式的资产，计算方法为流动资产减去变现能力较差且不稳定的存货、预付账款、一年内到期的非流动资产和其他流动资产等之后的余额。

9、指为了公共利益的目的，使整个社会或社会公众的一个显著重要的部分受益而设立的信托。

10、指股市开盘价高于前一日的收盘价。

答案

	一	损	二	炒	1	盈	亏	临	界	三
2	通	胀	受	益	股					差
						类				基
五	小		账		3	蓝	筹	基	金	
4	盘	档	户	六	杠	七	复	牌	托	
6	股	东			杆	利			管	
					八	速	比	九	公	7
8	流	动			流	动	比	个	人	十
										崩
9	房	地	产	投	资	信	托			盘

横向：1、盈亏